P. Świgoń

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wykorzystanie oceny zdrowia finansowego podmiotu do planowania finansowego na przykładzie podmiotu z branży finansowej.

JEL Classification: G22

Słowa kluczowe: metoda wskaźnikowa, kondycja finansowa, instytucja finansowa

Streszczenie: Poniższy raport przedstawia analizę oceny zdrowia finansowego instytucji finansowej. W ocenie wykorzystano wskaźnik zdrowia finansowego podmiotu opisany przez Johna Zietlowa w publikacji pt. „A Financial Health Index for Achieving Nonprofit Financial Sustainability".

Recenzent 1. Anna Lewandowska, 127506
http://figshare.com/articles/Wykorzystanie_oceny_zdrowia_finansowego_podmiotu_do_planowania_finansowego_na_przyk_adzie_organizacji_finansowej/994266

Recenzent 2. Martyna Lechman, 139850
http://figshare.com/articles/Wykorzystanie_oceny_zdrowia_finansowego_podmiotu_do_planowania_finansowego_na_przyk_adzie_przedsi_biorstwa_z_bran_y_finansowej/994268

P. Świgoń

Wroclaw University of Economisc

Use of the assessment of the financial health of the entity to financial planning on the example of an entity of the financial industry.

JEL Classification: G22

Keywords: indicator method, financial condition, financial institution

Abstract: This report presents an analysis of the assessment of the financial health of a financial institution. The evaluation used indicator of financial health of the entity described by John Zietlowa publication Fri "A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability".

Reviewer 1 Anna Lewandowska, 127506
http://figshare.com/articles/Wykorzystanie_oceny_zdrowia_finansowego_podmiotu_do_planowania_finansowego_na_przyk_adzie_organizacji_finansowej/994266

Reviewer 2 Martyna Lechman, 139850
http://figshare.com/articles/Wykorzystanie_oceny_zdrowia_finansowego_podmiotu_do_planowania_finansowego_na_przyk_adzie_przedsi_biorstwa_z_bran_y_finansowej/994268

1. Wstęp

W poniższym raporcie została podjęta próba oceny zdrowia finansowego instytucji finansowej. Aby to zrobić należało wyliczyć i zinterpretować wskaźniki oraz indeks PHI, który został zaproponowany przez J. Zietlowa w artykule „ A Financial Health Index for Achieving Financial Sustainability”. Wskaźnik PHI opisany jest przez autora jako wskaźnik, który skupia się na wielu aspektach sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Do analizy wybrano instytucję finansową, której zajmuje się głównie działalnością ubezpieczeniową. Przy wyborze tej instytucji kierowałam się dostępem bilansów jak i rachunku wyników. Do poniższych obliczeń użyto sprawozdań finansowych jednostki z lat 2012, pro-forma z lat 2014, 2015(umieszczone w pracy) oraz pracy John'a Zietlow'a pod tytułem "A Financial Health Index for Achieving Financial Sustainability". Na podstawie tych danych obliczono wskaźnik FHI (PHI) Zietlowa.

2. Treść

Miara PHI Zietlowa

Indeks składa się z czterech głównych wielkości, dla których Zietlow wyznaczył wagi

- trzy „ogólne”,
- cztery „natychmiastowe”,
- trzy „krótkoterminowe”,
- pięć „średnioterminowe”.

Na podane wyżej wielkości składa się piętnaście pomocniczych wskaźników. Do obliczenia tych wskaźników niezbędne były informacje zawarte w sprawozdaniu jednostki następnie trzeba przyjąć ustalone przez siebie wagi dla wyliczonych wartości. Przed wyliczeniem poniższych wartości, należało sporządzono bilans i rachunek zysków i strat pro-forma. Składniki te pozwalają na ocenę przedsiębiorstwa w wielu aspektach, które obejmują płynność, wypłacalność przedsiębiorstwa oraz elastyczność. Znajomość powyższych wartości daje możliwość obliczenia ogólnego wskaźnika kondycji finansowej przedsiębiorstwa

Poniżej w formie tabeli zamieszczono prognozowany bilans pro forma dla 2014 i 2015, a także rachunek zysków i strat także dla tego okresu.

Tabela nr 1: Bilans pro-forma instytucji finansowej za rok 2014

Wyszczególnienie	Stan wyjściowy 31.12.2012 [tys. zł]	Etap proporcjonalnych przyrostów			Etap finansowych przyrostów						Razem
					Przyrost kapitałów obcych			Przyrost kapitałów własnych			
		Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	
Majątek trwały	2 582,00	774,60	2 582,00	3 356,60			3 356,60			3 356,60	3 356,60
gotówka	78,00	23,40	78,00	101,40			101,40			101,40	101,40
należności	325,00	97,50	325,00	422,50			422,50			422,50	422,50
zapasy	44,00	13,20	44,00	57,20			57,20			57,20	57,20
Majątek obrotowy	447,00	134,10	447,00	581,10			581,10			581,10	581,10
Aktywa razem	3 029,00	908,70	3 029,00	3 937,70			3 937,70			3 937,70	3 937,70
Kapitał akcyjny	202,00		202,00	202,00		202,00	202,00	758,74	202,00	960,74	1 267,04
Zyski zatrzymane	530,00		530,00	730,00	121,34	530,00	651,34	-184,97	530,00	345,03	345,03
Kapitał własny	732,00		732,00	932,00			853,34			1 305,77	1 612,08
Zobowiązania długoterminowe	662,00		662,00	662,00	1 151,42	662,00	1 813,42			1 813,42	1 813,42
wobec dostawców	324,00	97,20	324,00	421,20		421,20	421,20			421,20	421,20
wobec pracowników i budżetu	45,00	13,50	45,00	58,50		58,50	58,50			58,50	58,50
Krótkoterminowy dług	25,00		25,00	25,00	7,50	25,00	32,50			32,50	32,50
Zobowiązania krótkoterminowe	394,00		394,00	504,70			512,20			512,20	512,20
Pasywa	1 788,00	0,00	1 788,00	2 098,70			3 178,96			3 631,39	3 937,70
Zapotrzebowanie na fundusze z zewnątrz				1 839,00			758,74			306,31	0,00

[1] Źródło : opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013.

Tabela 2. Rachunek zysków i strat pro forma szacowany na 2014 r. (w tys. zł)

Wyszczególnienie	Stan wyjściowy 31.12.2012	Etap proporcjonalnych przyrostów			Etap finansowych przyrostów					
					Przyrost kapitałów obcych			Przyrost kapitałów własnych		
		Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie
Sprzedaż	2 430,00	729,00	2 430,00	3 159,00			3 159,00			3 159,00
Koszty	1 250,00	375,00	1 250,00	1 625,00			1 625,00			1 625,00
EBIT	1 180,00	354,00	1 180,00	1 534,00			1 534,00			1 534,00
Odsetki	354,00		354,00	354,00	196,64	354,00	550,64			550,64
EBT	826,00			1 180,00			983,36			983,36
Podatek	165,20			236,00			196,67			196,67
Zysk netto	660,80			944,00			786,69			786,69
Dywidenda	330,40			472,00			393,34	636,97	393,34	1 030,31
Zysk zatrzymany	330,40			472,00			393,34			-243,63

[2] Tabela nr 2 : opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

[1] Tabela nr 1: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013.

Tabela nr 3: Bilans pro-forma instytucji finansowej za rok 2015

Wyszczególnienie	Stan wyjściowy 31.12.2014	Etap proporcjonalnych przyrostów			Etap finansowych przyrostów						Razem
					Przyrost kapitałów obcych			Przyrost kapitałów własnych			
		Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	
Majątek trwały	3 356,60	1 006,98	3 356,60	4 363,58			4 363,58			4 363,58	4 363,58
gotówka	101,40	30,42	101,40	131,82			131,82			131,82	131,82
należności	422,50	126,75	422,50	549,25			549,25			549,25	549,25
zapasy	57,20	17,16	57,20	74,36			74,36			74,36	74,36
Majątek obrotowy	581,10	174,33	581,10	755,43			755,43			755,43	755,43
Aktywa razem	3 937,70	1 181,31	3 937,70	5 119,01			5 119,01			5 119,01	5 119,01
Kapitał akcyjny	1 325,71		1 325,71	1 325,71		1 325,71	1 325,71	-56,34	1 325,71	1 269,37	1 168,16
Zakumulowane zyski	286,37		286,37	863,80	539,96	286,37	826,33	641,17	286,37	927,54	927,54
Kapitał własny	1 612,08		1 612,08	2 189,50			2 152,04			2 196,91	2 095,70
Zobowiązania długoterminowe	1 813,42		1 813,42	1 813,42	544,03	1 813,42	2 357,45			2 357,45	2 357,45
wobec dostawców	421,20	126,36	421,20	547,56		547,56	547,56			547,56	547,56
wobec pracowników i budżetu	58,50	17,55	58,50	76,05		76,05	76,05			76,05	76,05
Krótkoterminowy dług	32,50		32,50	32,50	9,75	32,50	42,25			42,25	42,25
Zobowiązania krótkoterminowe	512,20		512,20	656,11			665,86			665,86	665,86
Pasywa	3 937,70	0,00	3 937,70	4 659,03			5 175,35			5 220,22	5 119,01
Zapotrzebowanie na fundusze z zewnątrz				459,98			-56,34			-101,21	0,00

[3] Tabela nr 3: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

Tabela 4. Rachunek zysków i strat pro forma szacowany na 2014 r. (w tys. zł)

Wyszczególnienie	Stan wyjściowy 31.12.2013	Etap proporcjonalnych przyrostów			Etap finansowych przyrostów					
					Przyrost kapitałów obcych			Przyrost kapitałów własnych		
		Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie	Przyrost propor-cjonalny	Bez zmian	Łącznie
Sprzedaż	3 159,00	947,70	3 159,00	4 106,70			4 106,70			4 106,70
Koszty	1 625,00	487,50	1 625,00	2 112,50			2 112,50			2 112,50
EBIT	1 534,00	460,20	1 534,00	1 994,20			1 994,20			1 994,20
Odsetki	550,64		550,64	550,64	93,65	550,64	644,30			644,30
EBT	983,36			1 443,56			1 349,90			1 349,90
Podatek	196,67			288,71			269,98			269,98
Zysk netto	786,69			1 154,85			1 079,92			1 079,92
Dywidenda	1 030,31			577,42			539,96	-101,21	539,96	438,75
Zysk zatrzymany	-243,63			577,42			539,96			641,17

[4] Tabela nr 4: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

[2] Tabela nr 2: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

[3] Tabela nr 3: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

[4] Tabela nr 4: opracowanie własne, na podstawie Michalski G. „ Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem" CH BECK, Warszawa 2013

- WSKAŹNIKI

Jako pierwszą grupę wskaźników możemy wyróżnić wskaźniki ogólne, do których zaliczamy wskaźnik wieku, rozmiary oraz indeksu niestabilności aktywów. Wskaźniki ogólne mówią nam o stopniu wiarygodności i stabilności analizowanego podmiotu. Im większy wartość logarytmu wieku tym instytucję, jest dla nas bardziej wiarygodna, biorąc pod uwagę jej doświadczenie rynkowe. Logarytm rozmiaru mówi nam o dobrej kondycji oraz wypłacalności przedsiębiorstwa. Zwiększające się wartości Indeksu stabilności aktywów mogą świadczyć o złej kondycji przedsiębiorstwa. Z tabeli 5 możemy odczytać, że wskaźnik ogólny w kolejnych latach nieznacznie zwiększa swoją wartość.

Tabela 5. Wskaźniki ogólne

Logarytmy	2 012	2 014	2 015
Wiek	3,61	7,61	7,61
Rozmiar	7,80	8,06	8,32
Indeks niestabilności aktywów	1 287,18	1 529,40	2 422,63
Wskaźnik ogólny	**7,09**	**12,17**	**12,26**

[5] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability”

Wskaźniki najbliższej płynności to wskaźniki takie jak np. Zmodyfikowany współczynnik gotówkowy czy też współczynnik bieżącej płynności. Jak widać w tabeli 6. w latach 2014-2015 wskaźniki te pozostają na niezmienionym poziomie. Pierwszy ze wskaźników określa, czy środki pieniężne są w stanie pokryć ponoszone wydatki. W badanym okresie zmodyfikowany wskaźnik gotówki jest minimalnie poniżej zera i utrzymuję się na tym poziomie. Wskaźnik docelowej płynności lambda w badanym przedsiębiorstwie jest on na poziomie 0,0144/5. Wskaźnik bieżącej płynności w odniesieniu do roku 2012 spadł nieznacznie, określa on czy przedsiębiorstwo będzie w stanie pokryć bieżące zadłużenie. Wskaźnik natychmiastowy pomaga określić płynność przedsiębiorstwa i powinien wzrastać wraz z upływem czasu. Niestety w analizowanym przedsiębiorstwie odnotowano tendencję spadkową.

[5] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability”

Tabela 6. Wskaźniki najbliższej płynności

	2 012	2 014	2 015
Wskaźnik dostatecznej rezerwy gotówkowej	0,8124	0,8124	0,81240
Zmodyfikowany współczynnik gotówkowy	-0,21	-0,21	-0,21
Docelowa płynność Lambda	0,0144	0,0144	0,0145
Współczynnik bieżącej płynności	1,19	0,70	0,70
Wskaźnik najbliższej płynności	**-1,022**	**-1,266**	**-1,266**

[6] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability"

Kolejną grupą wskaźników są wskaźniki krótko terminowe, do których możemy zaliczyć np. wskaźnik operacyjnych przepływów pieniężnych oraz wskaźnik aktywów.
Na podstawie tych wskaźników jesteśmy w stanie stwierdzić w jakim stopniu analizowane przedsiębiorstwo jest w stanie pokryć zobowiązania za pomocą przepływów operacyjnych oraz aktywów obrotowych. Wraz z upływem czasu wskaźnik ten ukazuję tendencje wzrostowe. Tabela 7 ukazuje nam że w badanym przedsiębiorstwie dochodzi do sytuacji, w której wskaźnik krótkoterminowy maleje, co oznacza że prawdopodobnie wzrasta zadłużenie badanego podmiotu.

Tabela 7. Wskaźnik krótkoterminowy

	2 012	2 014	2 015
Wskaźnik operacyjnych przepływów pieniężnych	2,82	2,82	2,82
Wskaźnik aktywów	0,15	0,15	0,15
Administracyjny współczynnik wydatków	0,0417	0,0383	0,0343
Wskaźnik krótkoterminowy	**3,43**	**3,41**	**3,37**

[7] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability"

Jako ostatnie przedstawione zostały wskaźniki średnioterminowe do których możemy zaliczyć np. : wskaźnik wniesionego wkładu, współczynnik samofinansowania czy też wskaźnik zadłużenia
Wskaźniki średnioterminowe dotyczą przedziału czasowego między 12 a 36 miesięcy. Miary te dotyczą wypłacalności przedsiębiorstwa i jego płynności w Okresie od 12 do 36 miesięcy . Pierwszy wskaźnik mówi, o zwiększaniu się z roku na rok sumy bilansowej przedsiębiorstwa,

---

[6] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability"
[7] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability

co jest pozytywną tendencją. Współczynnik samofinansowania mówi nam w jakim stopniu przepływy operacyjne pokrywają przepływy inwestycyjne.

Tabela 8: Wskaźnik średnioterminowy

	2 012	2 014	2 015
Zmiana aktywów netto	198,24	125,89	293,24
Wskaźnik wniesionego wkładu	0,21	0,20	0,21
Współczynnik samofinansowania	23,60	27,89	35,61
Wskaźnik zadłużenia finansowego	0,35	0,59	0,59
Wskaźnik kosztów pozyskania funduszy	0,51	0,51	0,51
Wskaźnik średnioterminowy	**45,05**	**53,17**	**68,60**

[8] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability"

- FINANCIAL HEALTH INDEX instytucji finansowej obliczono następująco:

Tabela nr 9. FINANCIAL HEALTH INDEX dla instytucji finansowej:

Wskaźnik zdrowia finansowego		
2013	2014	2015
103,39	123,67	154,50

[9] Źródło: Opracowanie własne na podstawie modelu J. Zietlowa (http://ssrn.com/ abstract=2049022

3. Zakończenie

FINANCIAL HEALTH INDEX to bardzo przydatny wskaźnik pomagający w zarządzaniu przedsiębiorstwem. W bardzo prosty sposób możemy go wykorzystać do analizy wartości osiąganych w przyszłości przez instytucję. Miara ta pozwala sporządzić prognozę zachowań instytucji, dzieje się tak dlatego, że uwzględnia ona czynniki o różnym horyzoncie czasowym, które zawierają niezbędne informacje wykorzystywane w planowaniu finansowym. Wskaźnik FINANCIAL HEALTH został stworzony głównie z myślą o instytucjach non-profit, mimo to, często jest stosowany również przez jednostki działające w różnych branżach. Głównym celem działalności przedsiębiorstwa jest działalność w jak najdłuższym horyzoncie czasowym jak i maksymalizacja zysku tak więc osoby odpowiedzialne za decyzję w przedsiębiorstwie powinny zawsze dążyć do udoskonalania procesów zarządczych i do maksymalizowania zarówno wartości przedsiębiorstwa, jak i osiągania coraz lepszego zdrowia finansowego jednostki a w przyszłości uwzględniły skutki podejmowanych wcześniej decyzji

[8] Źródło: opracowanie własne na podstawie Zietlow John, „A Financial Health Index for Nonprofit Achieving Financial Sustainability"

[9] Źródło: Opracowanie własne na podstawie modelu J. Zietlowa (http://ssrn.com/ abstract=2049022)

Bibliografia

1. Dluhosova, D. (2012). Sensitivity analysis application possibilities in company valuation by two-phase discounted cash flows method. Managing And Modelling of Financial Risks -6th International Scientific Conference Proceedings, 1, 112-119.

2. Kopa M., D'Ecclesia, R., & Tichy, T. (2012). Financial Modelling. Finance a Uver-Czech Journal of Economics and Finance, 62(2), 104-105.

3. Kulhanek, L. (2012). The relationship between stock markets and gross domestic product in the Central and Eastern Europe. Proceedings Of The 7th International Conference On Currency, Banking And International Finance -How Does Central And Eastern Europe Cope Up With The Global Financial Crisis? 135-145.

4. Michalski G., & Mercik A. (2011). Liquid assets strategies in Silesian non-profit organizations. Financial Management of Firms and Financial Institutions, 258-270.

5. Michalski G. (2009). Inventory management optimization as part of operational risk management. Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, 43(4), 213-222.

6. Michalski, G. (2012a). Risk sensitivity indicator as correction factor for cost of capital rate. Managing and Modelling of Financial Risks, 418-428.

7. Michalski, G. (2012b). Efficiency of accounts receivable management in Polish institutions. European Financial Systems 2012, 148-153.

8. Michalski, G. (2012c). Financial liquidity management in relation to risk sensitivity: Polish firms case. Quantitative Methods in Economics, 141-160.

9. Michalski, G. (2012d). Crisis influence on general economic condition and corporate liquidity management. Financial liquidity investment efficiency model (FLIEM) use to diagnose polish economics standing. Proceedings of the 7th International Conference on Currency, Banking and International Finance, 200-219.

10. Michalski, G. (2013). Financial consequences linked with investments in current assets: Polish firms case. European Financial Systems 2013, 10th International Conference on European Financial Systems 2013, 213-220.

11. Michalski G. Płynność finansowa w Małych i Średnich Przedsiębiorstwach, Wydawnictwo Naukowe PWN , Warszawa 2005

12. Michalski G., Pluta W. Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005

13. Michalski, Grzegorz M. (2009). Strategie finansowe przedsiębiorstw (Business Financial Strategies in Polish). Gdansk: ODDK. ISBN 978-83-7426-567-6.

14. Michalski, Grzegorz M. (2004). Leksykon zarządzania finansami (Encyclopaedia of Financial Management in Polish). Warsaw: Verlag C. H. Beck. ISBN 83-7387-276-0.

15. Michalski, Grzegorz M. (2010). Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstwa (Introduction to Business Financial Management in Polish). Warsaw: Verlag C. H. Beck. ISBN 978-83-255-1509-6.

16. Piotrowska, M. (1997). Finances of companies. Short-term financial decisions, AE, Wroclaw. 15

17. Pluta W., Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 1999.

18. Polak P. (2009). The centre holds -from the decentralised treasury towards fully

centralised cash and treasury management. Journal of Corporate Treasury Management, 3(2), 109-112.

19. Soltes, M. (2010). Relationship of speed certificates and inverse vertical ratio call back spread option strategy. E & M Ekonomie a Management, 13(2), 119-124.

20. Soltes, V., & Rusnakova, M. (2013). Hedging against a price drop using the inverse vertical ratio put spread strategy formed by barrier options. Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics, 24(1), 18-27.

21. Zietlow, J. & Michalski, G. (2012), Nonprofit Solvency Measures: Polish Evidence. Paper presented at the annual meeting of the ARNOVA Annual Conference, Indianapolis, Unpublished Manuscript.

22. Zmeskal Z., & Dluhosova D. (2010). Financial decisions and valuation of risk and flexibility -a real option. Managing and Modelling of Financial Risks, 463-474.

23. Zmeskal, Z., & Dluhosova, D. (2009). Company financial performance prediction on economic value added measure by simulation methodology. 27th International Conference on Mathematical Methods in Economics, Mathematical Methods in Economics, 352-358.

24. Zietlow, John, A Financial Health Index for Achieving Nonprofit Financial Sustai nability (September 26, 2012). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2049022 lub http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2049022 16

25. M. Zaleska: Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego. Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, 2005.

26. www.monitorpolskib.pl

27. Wykorzystanie Oceny Zdrowia Finansowego Podmiotu Do Planowania Finansowego Na Przykładzie Przedsiębiorstwa Zajmującego Się Handlem Detalicznym W Branży Odzieżowej, Available at SSRN : http://ssrn.com/abstract=2423441